

L'ACTIONNAIRE

17^e édition – 2020

LES MOMENTS ET LES ACTEURS DU DIALOGUE ACTIONNARIAL

Olivier Diaz
Avocat associé, Gide Loyrette Nouel

Les relations entre émetteurs et actionnaires s'articulent de plus en plus autour d'un dialogue permanent. Ce dialogue suppose d'un côté une forte implication de l'émetteur et de ses équipes, mais aussi de son conseil d'administration lorsque le dialogue porte sur des sujets de gouvernance. Il suppose du côté des actionnaires une vraie politique d'engagement constructif.

La fin de l'année 2019 et le début 2020 ont vu un débat intense sur l'activisme actionnarial, débat qui a abouti en peu de temps à la production d'un nombre important de rapports et de recommandations.

Ce débat a mis en lumière le sujet du dialogue actionnarial, soit que certains considèrent que l'activisme vient le perturber ou le dénaturer, soit que d'autres considèrent l'activisme comme un effet secondaire d'une culture de dialogue actionnarial qui serait insuffisante.

L'AMF a fait du dialogue actionnarial le thème principal de son dernier rapport sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées.

Les réflexions ont notamment porté sur le rôle du conseil d'administration dans ce dialogue.

La portée du dialogue actionnarial fait également débat. Certains voient ce dialogue comme portant essentiellement sur des sujets de gouvernance, les actionnaires n'ayant pas à s'immiscer dans la gestion de l'entreprise.

La réalité du dialogue de l'entreprise avec les investisseurs est naturellement toute autre.

Certes, depuis quelques années, les sujets de gouvernance et à présent de responsabilité environnementale et sociale, ont pris une importance accrue et on a vu apparaître de véritables « roadshows gouvernance » en amont de l'assemblée générale.

Il n'en reste pas moins que l'intérêt des investisseurs se focalise sur la compréhension des résultats et de la stratégie de l'entreprise, de son positionnement par rapport à ses concurrents et de ses perspectives.

Le dialogue se concentre donc sur ces sujets, que ce soit à l'occasion des épisodes d'information financière ou des rencontres bilatérales de l'entreprise avec les grands investisseurs.

Pour appréhender le dialogue actionnarial et les problématiques juridiques et concrètes qu'il soulève, on examinera les moments (I.) et les acteurs (II.) du dialogue.

I. LES MOMENTS DU DIALOGUE

Le dialogue actionnarial est conçu en premier lieu verticalement, la société émettrice étant pour l'essentiel maître du calendrier et du contenu de la communication dans le cadre réglementaire qui lui est fixé.

La communication financière diffusée par l'émetteur est la première source du dialogue actionnarial (**A.**). C'est à partir de cette information que va se nouer le dialogue, entre le message que diffuse l'émetteur et les attentes de sa base actionnariale.

La qualité de l'information publique de l'émetteur sera clé pour la qualité du dialogue actionnarial (**B.**). D'une part, elle déterminera le niveau de compréhension des actionnaires. D'autre part, l'émetteur ne pourra pas échanger sur des informations qui n'auront pas été rendues publiques.

A. La diffusion de l'information

L'information financière peut être regroupée en trois grandes catégories : l'information périodique (i), l'information financière permanente (ii), et l'information spécifique liée à une opération (iii).

(i) *La réglementation prévoit que l'émetteur diffuse de l'information financière à intervalle régulier.*

Il en est ainsi tout particulièrement des résultats annuels et semestriels, et, bien que cette publication ne soit plus obligatoire, de l'information trimestrielle.

Les résultats annuels doivent faire l'objet d'une communication publique dès qu'ils sont arrêtés par le conseil d'administration ou revus par le conseil de surveillance. Il en va de même des comptes semestriels.

Les comptes annuels sont ensuite repris et détaillés dans un rapport financier annuel incluant le rapport de gestion. Ce rapport est le plus généralement intégré dans le Document d'Enregistrement Universel¹ autrefois connu sous le nom de document de référence. Il sert également de base à l'information qui est donnée aux actionnaires en amont de l'assemblée générale annuelle.

Les comptes semestriels sont repris dans le rapport semestriel d'activité.

Si la société diffuse une information trimestrielle, l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») recommande que celle-ci s'accompagne d'un commentaire.

Ces moments de communication financière périodiques sont l'occasion pour la société émettrice de diffuser à ses investisseurs non seulement l'analyse de ses résultats passés mais également ses valeurs, sa stratégie et ses ambitions. Les éléments communiqués ne sont d'ailleurs pas seulement de nature financière, mais incluent des éléments de performance extra-financière sur des thématiques RSE et éthiques.

La communication périodique est ainsi l'occasion pour l'émetteur de poser les fondations de son discours auprès des actionnaires.

1. *Universal Registration Document* (« URD ») en anglais.

(ii) *Par ailleurs, en dehors de ces séquences maîtrisées, les émetteurs ont l'obligation de rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui les concernent directement² : c'est l'information permanente.*

Le principe de l'obligation permanente d'information joue un rôle essentiel dans le dialogue actionnarial. Il offre aux investisseurs l'assurance qu'ils disposent, par des sources aisément accessibles publiquement, d'une information à jour, pertinente, complète et non trompeuse sur les résultats, la situation financière et les perspectives de l'émetteur.

En effet, l'information privilégiée se définit, du point de vue de l'actionnaire, comme toute information précise qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement³.

Le dialogue entre l'émetteur et l'actionnaire est donc supposé se dérouler sur une base commune d'information concernant l'émetteur.

(iii) *Enfin, l'émetteur devra mettre à la disposition du public des informations complètes à l'occasion d'une opération financière et en lien avec celle-ci.*

Il en ira ainsi d'opérations de rachat d'actions, d'augmentation de capital ou de rapprochement par voie d'émission de titres.

L'AMF a étendu ces obligations pour couvrir les opérations d'acquisitions et de cessions significatives, dont on sait qu'en droit, elles peuvent échapper au contrôle des actionnaires selon la voie juridique par laquelle elles sont réalisées. Une opération d'acquisition en numéraire échappera aux actionnaires alors qu'elle sera soumise à leur accord dans le cadre d'une assemblée générale extraordinaire si elle donne lieu à l'émission de titres⁴. De même, une cession échappera au contrôle des actionnaires alors qu'une absorption ou un apport réalisés selon le régime des scissions leur seront soumis.

Outre la consultation des actionnaires pour les cessions d'actifs majeurs, l'AMF recommande la diffusion d'information détaillée sur les opérations d'acquisitions ou de cessions d'actifs significatifs⁵.

B. Le dialogue à l'occasion des épisodes de communication régulière

Dès 2012, l'AMF a recommandé de conduire un dialogue permanent entre les émetteurs et les investisseurs⁶.

À l'occasion des épisodes de communication, notamment, vont se nouer des séquences de communication avec les actionnaires.

2. Article 17.1, règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (« MAR »).

3. Article 7.4, MAR.

4. Sous réserve des délégations consenties par l'assemblée générale au conseil d'administration (ou au directoire).

5. Position-recommandation AMF DOC-2015-05, « Les cessions et acquisitions d'actifs significatifs », 17 juin 2015.

6. Position-recommandation AMF DOC-2012-05, « Les assemblées générales des sociétés cotées », 2 juill. 2012 modifiée le 5 oct. 2018.

- (i) *À l'issue de la publication de leurs résultats – au moins annuels et semestriels –, les sociétés vont organiser des présentations ouvertes aux analystes et aux investisseurs, où ils vont commenter leur performance d'une manière qui pourra être plus contextualisée que ce qui ressort des communiqués de presse diffusés.*

En effet, ainsi que le rappelle l'AMF, « le fait qu'un support de large diffusion ne comporte pas une indication figurant par ailleurs dans un autre support qui, tout en ayant une diffusion plus étroite, est normalement accessible, n'est pas, en soi, constitutif d'une irrégularité »⁷.

Ces séances sont l'occasion pour l'assistance de poser des questions qui permettront à l'émetteur d'appréhender les questionnements et les attentes des investisseurs, d'y apporter des réponses et de dissiper des incompréhensions.

Ces séquences sont des éléments d'autant plus importants du dialogue actionnarial que les présentations partagées à cette occasion sont mises à la disposition du public, et la séance de présentation et de questions/réponses des résultats accessible au public via le site internet de la société. Le règlement général de l'AMF requiert en effet que les présentations soient disponibles au plus tard au début de la réunion d'annonce des résultats⁸, la mise à disposition des *slides* ou autres documents ne pouvant être limitée aux seules personnes présentes à la réunion. L'AMF considère également impératif de veiller, lorsque des réunions téléphoniques sont organisées, à ne pas exclure certains participants ni opérer de filtres sur les questions⁹.

- (ii) *À l'issue de ces publications, la société ira régulièrement à la rencontre de ses actionnaires les plus importants, dans le cadre de roadshows, avec l'organisation de réunions bilatérales.*

Ces réunions seront l'occasion d'échanges confidentiels où la société pourra échanger sur sa stratégie et comprendre en profondeur les attentes d'investisseurs dont elle peut penser qu'ils sont représentatifs de la globalité de ses actionnaires.

Naturellement, l'émetteur doit veiller à respecter les deux principes complémentaires d'interdiction de communication d'informations privilégiées et d'égalité d'information entre actionnaires¹⁰.

- (iii) *L'occasion et la contrainte sont similaires lors de conférences organisées régulièrement par de grandes banques où l'émetteur va exposer sa stratégie, et la confronter aux vues de ses concurrents et des analystes.*

Certains émetteurs font figurer sur leur site les supports qu'ils y présentent.

7. V. §1.5.3, Position-recommandations AMF DOC-2016-08, « Guide d'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée », 26 oct. 2016.

8. Article 223-10-1, règlement général de l'AMF.

9. V. par exemple §2.2.3, AMF, « Communication financière des valeurs moyennes : Mieux comprendre les attentes des analystes financiers et des investisseurs professionnels », janv. 2017.

10. V. §1.5.2, Position-recommandation AMF DOC-2016-08, *op. cit.* V. également pour une vision étendue de l'obligation d'égalité d'information, CA Paris 19 déc. 2013, n° 12/22644, A de C v./ Wendel, note RJDA 1/2014, n° 352 ; A. Viandier, « Questions écrites des actionnaires », *Rev. des soc.*, mai 2014, p. 306 ; M. Roussille, « Le droit de vote de l'associé, droit fondamental ? », *Dr. sociétés*, juill. 2014, n° 117.

Certaines conférences étant de portée plus régionale, le risque est que l'émetteur diffuse une information géographique plus granulaire¹¹, susceptible de se heurter au principe d'égalité d'information voire de diffusion d'information privilégiée.

(iv) *Nombre d'émetteurs ont également mis en place des outils de communication avec les actionnaires individuels, que ce soit les clubs d'actionnaires, les réunions d'actionnaires, les lettres aux actionnaires ou l'identification sur le site internet de la société d'un contact susceptible de répondre aux questions des actionnaires.*

Reconnus par l'AMF¹², ils sont soumis aux mêmes contraintes que les autres voies de dialogue.

C. L'assemblée générale : le moment de dialogue institutionnel

En droit, le moment clé du dialogue actionnarial est l'assemblée générale annuelle. En réalité, en dehors de situations de crise, qui marquent plutôt l'échec du dialogue, l'essentiel des discussions a eu lieu en amont.

L'assemblée générale reste néanmoins un moment clé en cas de situation de crise, dans la mesure où elle constitue le seul épisode où les actionnaires sont susceptibles de prendre l'initiative¹³.

(i) *De pratique de plus en plus générale, les émetteurs rencontrent les principaux investisseurs en amont de l'assemblée générale dans le cadre de réunions parfois qualifiées de « roadshows gouvernance », pour d'une part les tester sur les projets de résolutions afin de pouvoir expliquer à froid les raisons qui les poussent à les présenter et les spécificités de leur situation qui justifient de s'écarter le cas échéant de la pratique générale, et d'autre part d'aboutir à des propositions qui recueillent un large consensus.*

Ces démarches répondent à une demande des investisseurs qui s'étaient préoccupés du taux important de résolutions rejetées au sein des émetteurs français¹⁴. Elles sont encouragées par l'AMF, qui recommande de « conduire un dialogue permanent entre les émetteurs et les investisseurs, ainsi que ceux qui les conseillent, en amont de la publication par les sociétés de leurs projets de résolution et postérieurement à l'assemblée générale afin de permettre de résoudre certains points de désaccord concernant la politique de vote des différentes catégories d'actionnaires »¹⁵.

11. V. §6.2.4, Position-recommandation AMF DOC-2016-05, *op. cit.*, qui recommande de présenter les résultats par sous-secteur géographique sensibles ou se trouvant dans des situations très différenciées du guide.

12. V. par exemple AMF, « Étude 2015 sur les dispositifs de communication des sociétés cotées à destination de leurs actionnaires individuels », 26 nov. 2015.

13. Sous réserve de mesures exceptionnelles telles la demande d'expertise de gestion, article L. 225-31, Code de Commerce.

14. V. Blackrock Investment Stewardship, « Le dialogue actionnarial en France : pour une participation des administrateurs », mars 2016.

15. Proposition 1.1, Position recommandation AMF DOC-2012-05, *op. cit.* : « Les assemblées générales des sociétés cotées ».

On notera que cette pratique aboutit à ce que la société communique de manière sélective à ses grands investisseurs ses projets de résolutions à un moment où ceux-ci ne sont pas publics. Pour l'essentiel, les résolutions – notamment les autorisations financières¹⁶ – sont renouvelées d'années en années de telle sorte que l'on peut raisonnablement considérer qu'il ne s'agit pas d'information sensible. Les émetteurs doivent être plus prudents sur des résolutions plus délicates comme celles ayant trait à la nomination ou au renouvellement d'administrateurs afin de ne pas transmettre d'information privilégiée : le dialogue doit alors se concentrer sur le fait de recueillir les attentes des investisseurs plutôt que de leur communiquer les projets de la société.

L'AMF a d'ailleurs soulevé cette question dans son rapport 2019 sur le gouvernement d'entreprise, dans la partie sur le dialogue actionnarial. Elle recommande ainsi que les supports de présentation établis à l'occasion de « *roadshows* gouvernance » soient mis en ligne sur le site internet de la société¹⁷.

(ii) *Par ailleurs, les grands investisseurs votent massivement par correspondance, de telle sorte que d'ordinaire l'émetteur connaît le résultat du vote avant d'entrer en assemblée générale.*

Ce n'est que pour les résolutions les plus contestées – et notamment celles inscrites à la demande d'actionnaires – que l'incertitude peut prévaloir jusqu'au bout.

Il a pu en être ainsi récemment sur des demandes de nomination d'administrateurs comme à l'occasion de l'assemblée générale d'EssilorLuxottica en 2019 ou l'assemblée générale de Lagardère en 2020, qui ont *in fine* été rejetées à d'assez faibles majorités.

Il est vrai que la règle qui veut que, sous réserve d'exceptions limitées, la modification des résolutions ou l'inscription de résolutions nouvelles s'inscrivent dans un calendrier très défini, largement en amont de l'assemblée générale, n'invite pas à la participation en assemblée.

Par ailleurs, l'expression de l'essentiel du vote par correspondance n'encourage pas les modifications de dernière minute, lorsqu'elles sont possibles¹⁸, puisque les votes déjà exprimés vont de fait compter soit contre les résolutions nouvelles et modifiées¹⁹, soit, si l'actionnaire en a fait le choix (directement ou par le biais des « pouvoirs en blanc »), dans le sens déterminé par le conseil d'administration.

16. C'est-à-dire les résolutions par lesquelles les actionnaires délèguent au conseil d'administration ou au directoire la possibilité d'émettre des valeurs mobilières ou de racheter les actions de la société dans certaines limites fixées par les résolutions.

17. AMF, « Rapport 2019 sur gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées », 3 déc. 2019, p. 49.

18. Les actionnaires demeurent libres de poser leur candidature comme administrateur en remplacement d'un autre administrateur. Par ailleurs, les résolutions peuvent être modifiées, y compris en assemblée, pour autant que l'ordre du jour n'en soit pas modifié ou dénaturé.

19. Puisque les majorités s'expriment en votes favorables.

(iii) *L'assemblée générale, qui met en face la société et ses actionnaires, se transforme plutôt en une cérémonie où la direction générale va présenter la société, ses performances et sa stratégie à une audience largement composée d'actionnaires individuels, qui représentent généralement une part marginale du capital.*

De façon très occasionnelle, l'assemblée peut s'avérer animée. C'est ainsi que l'assemblée générale de Technicolor du 20 juin 2012 avait donné lieu à la confrontation de deux offres (*Vector Capital* et *One Equity Partners*, filiale de *private equity* de JP Morgan) pour souscrire à une augmentation de capital réservée de la société, offres qui furent départagées en séance par les actionnaires.

L'assemblée générale est également animée par la séance des questions des actionnaires qui peuvent donner à la direction générale l'occasion d'entendre, parfois bruyamment, les félicitations ou, selon le cas, les frustrations des actionnaires.

Les questions peuvent être posées soit par avance²⁰ soit en séance. Si les questions sont posées en avance, la société a la capacité d'y répondre par écrit et de poster sa réponse sur son site internet, ce qui peut lui épargner d'y répondre en séance.

La jurisprudence récente a adopté une vue libérale sur le type de questions auxquelles la société se doit de répondre, pour autant que le sujet concerné puisse être considéré comme significatif, quand bien même il ne serait pas en rapport direct avec l'ordre du jour, surtout s'il peut être soupçonné que certains actionnaires importants ont déjà obtenu des réponses à ces questions²¹.

(iv) *Il n'en reste pas moins que l'assemblée générale, en situation de crise, peut être un catalyseur.*

En premier lieu, les actionnaires représentant une certaine quotité du capital peuvent demander l'inscription de résolution. Ces résolutions visent généralement à obtenir la nomination d'un ou plusieurs administrateurs.

Si le succès de ces résolutions reste très rare, l'atteinte d'un taux d'approbation élevé, même s'il reste minoritaire, sera un signe fort du mécontentement des actionnaires qui doit amener l'émetteur à prendre des mesures pour pallier la situation. On notera qu'au Royaume-Uni, si une résolution est contestée par plus de 20 % des actionnaires, le conseil doit annoncer les mesures qu'il compte prendre et doit informer des suites données dans les 6 mois.

Le vote sur la rémunération des mandataires sociaux, dit « *say on pay* », est également devenu un moyen pour les actionnaires d'exprimer leur mécontentement et d'obtenir des changements dans la gouvernance.

Ainsi que le note le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (« HCGE ») dans son rapport d'octobre 2018, « le dispositif du « *say on pay* » paraît renforcer l'influence des investisseurs institutionnels et des « *proxy advisors* » et la fixation des

20. Au plus tard le 4^e jour ouvré précédant la date de l'assemblée générale.

21. CA Paris 19 déc. 2013, n° 12/22644, *op. cit.*, note RJDA 1/2014, n° 352, *op. cit.* ; A. Viandier, « Questions écrites des actionnaires », *op. cit.* ; M. Roussille, « Le droit de vote de l'associé, droit fondamental ? », *op. cit.*

rémunérations dépend largement du dialogue, voire de la négociation, avec ces deux catégories d'acteurs ».

Le dispositif est devenu d'autant plus puissant depuis qu'il est devenu impératif, puisqu'en cas de vote défavorable *ex ante* les principes précédemment approuvés devront continuer à s'appliquer²² et qu'en cas de vote défavorable *ex post*, les éléments de rémunération variables ne pourront pas être versés²³.

Certaines situations de vote *say on pay* négatif ont abouti à des changements de gouvernance importants²⁴.

II. LES ACTEURS DU DIALOGUE ACTIONNARIAL

Le dialogue avec les actionnaires prend place au sein de la société émettrice (**A.**), mais il pose avant tout la question de la définition de la population actionnariale (**B.**).

A. Les acteurs au sein de la société émettrice

Le dialogue actionnarial se noue pour l'essentiel par la direction générale de l'émetteur, que ce soit au niveau des équipes et notamment du responsable de la relation investisseurs (dit « *investor relations* ») ou du directeur général lui-même.

Ces dernières années, les actionnaires ont demandé une véritable implication des administrateurs. Le dialogue avec les actionnaires passe alors par un rôle accru du président dans les structures dissociées ou la création du rôle d'administrateur référent.

(i) *Au jour le jour, le dialogue actionnarial passe par la fonction de l'« investor relations » qui a une mission d'émission et de réception des messages, qui lui donne un rôle essentiel dans l'entreprise.*

Dans sa mission d'émission de message, il a d'abord pour mission de faire comprendre la stratégie de l'entreprise et sa logique, et de l'ancrer dans le temps. Il doit être à même d'éclairer les investisseurs, de répondre à leurs questions et de dissiper leurs erreurs.

En parlant aux investisseurs, il a également une importante mission de réception de messages. Le dialogue qu'il entretient lui permet de comprendre les attentes des investisseurs, leurs critiques voire leurs frustrations. N'étant pas impliqué dans la gestion de l'entreprise, il permet aux investisseurs d'avoir un dialogue plus libre et moins filtré que lorsque le dialogue se noue avec le directeur général ou le directeur financier qui peuvent être plus défensifs, ce qui peut conduire les investisseurs à retenir leurs arguments ou à les présenter de façon moins directe et finalement moins claire.

22. Article L. 225-37-2 al. 4, Code de commerce.

23. Article L. 225-100 II al. 2, Code de commerce.

24. Par exemple, départ de Philippe Salle de son poste de Président Directeur Général d'Elior, le 30 novembre 2017.

L'*investor relations* est le personnage clé du dialogue actionnarial. Il permet à la société d'entendre les arguments des investisseurs. En leur expliquant la stratégie de l'entreprise, la logique de sa trajectoire et ses spécificités par rapport à ses concurrents, il pourra convaincre les investisseurs que la vision de la société est la bonne.

Sa fonction est non seulement importante mais également délicate : il doit entretenir le dialogue, à la fois entrant et sortant, en veillant à ne pas diffuser d'information privilégiée et en respectant le principe d'égalité d'information.

L'*investor relations* de Faurecia avait entretenu des échanges avec un certain nombre d'analystes pour faire baisser leurs attentes par rapport à la *guidance* de la société afin de ramener le consensus en ligne avec les chiffres que la société allait être amenée à publier, afin d'éliminer l'effet de surprise par rapport à la *guidance*. Cette pratique de « pilotage du consensus » a été sanctionnée par l'AMF au motif qu'elle violait le principe, posé par l'article 233-10-1 du règlement général de l'AMF, d'accès égal et concomitant aux sources et canaux d'information que l'émetteur ou ses conseils mettent à la disposition des analystes financiers sur les résultats « en ayant réservé ces informations à certains analystes »²⁵.

(ii) *Institutionnellement, le dialogue actionnarial revient au directeur général, qui représente la société dans ses rapports avec les tiers. Il sera également régulièrement retenu responsable conjointement avec la société émettrice si le dialogue s'égaré dans des contrées où il se heurtera à la réglementation sur les abus de marché*²⁶.

De façon plus fondamentale, le directeur général a pour mission d'assumer la gestion de la société. Les investisseurs souhaiteront avoir un dialogue avec le directeur général pour échanger avec celui qui conçoit, porte, et *in fine* assume, la stratégie de l'entreprise. Il est le visage de l'entreprise, celui qui l'incarne.

Le directeur général doit accepter de porter ce dialogue, qui est un rôle essentiel de sa mission pour les sociétés cotées. Il ne saurait se réfugier derrière son *investor relations* ou son directeur financier sauf à vouloir frustrer les actionnaires, et *in fine* être responsable de leur mécontentement.

Le dialogue individuel avec les grands actionnaires, s'il est direct et franc, servira aussi à limiter l'effet « tour d'ivoire » auquel est exposé le directeur général, au risque qu'il en soit réveillé brutalement au moment où la société sera confrontée à des épisodes difficiles du cycle de ses affaires.

Il ne saurait être remplacé par le moment très *scripté* de l'assemblée générale, où l'assistance est essentiellement composée d'actionnaires individuels attachants mais globalement peu représentatifs de l'actionnariat.

(iii) *Traditionnellement, les administrateurs des sociétés françaises étaient largement absents du dialogue actionnarial, le rôle de représentation de la société étant dévolu par la loi au directeur général.*

Pourtant, le conseil d'administration a un rôle déterminant dans la communication financière. Ainsi, le Code Afep-Medef prévoit qu'« il appartient au conseil

25. Commission des sanctions de l'AMF, 18 déc. 2014, SAN-2014-22 à l'égard de la société Faurecia et de M. Yann Delabrière.

26. V. par exemple CA Paris 19 déc. 2013, n° 12/22644, *op. cit.*

d'administration de définir la politique de communication financière de la société »²⁷.

Il est d'ailleurs de pratique courante que chaque communiqué de la société relevant de l'information règlementée soit approuvé par le conseil d'administration.

De façon plus générale, le conseil d'administration a un rôle de détermination de la stratégie de l'entreprise, voire de son exécution. En effet, le conseil d'administration « a pour mission de déterminer les orientations de l'activité de la société et de veiller à leur mise en œuvre, conformément à l'intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de l'activité de la société » et peut se saisir « de toutes les questions intéressant la bonne marche de la société et régler les affaires qui la concernent »²⁸.

Cette contradiction entre le rôle déterminant du conseil dans la stratégie de l'entreprise et son absence de dialogue avec les actionnaires était source de frustration des actionnaires, et développait chez certains d'entre eux le sentiment que la direction générale cherchait à se mettre en travers d'un dialogue susceptible de lui échapper.

C'est ainsi que le gestionnaire de fonds BlackRock indiquait : « nous cherchons à dialoguer avec des membres du conseil d'administration ou de surveillance lorsque nous pensons que le sujet est directement de leur ressort, que le *management* n'est pas en mesure de répondre à nos inquiétudes ou bien lorsque notre dialogue avec la société s'est avéré infructueux »²⁹.

L'absence du conseil d'administration dans le dialogue était généralement justifiée par trois principes :

- La représentation de la société dans ses rapports avec les tiers revient au directeur général et le principe de hiérarchie et de spécialité des organes sociaux ne permet pas à l'un d'empiéter sur les pouvoirs de l'autre³⁰ ;

- Le caractère collégial du conseil d'administration s'opposerait à ce que l'un ou plusieurs des administrateurs s'exprime en son nom ;

- Une obligation de confidentialité pèse sur les administrateurs.

Opposer ces principes au dialogue actionnarial, c'est témoigner à la fois d'une vision conservatrice du droit des sociétés et d'une méconnaissance de ce qu'est le dialogue actionnarial.

Le pouvoir de représentation vise à donner au directeur général l'exclusivité du pouvoir d'engager la société vis-à-vis des tiers, et non l'exclusivité d'exprimer un point de vue en son nom.

De la même manière, le caractère collégial du conseil vise à rappeler que seul le conseil d'administration dans sa collégialité peut prendre les décisions qui lui incombent. En revanche, le conseil peut parfaitement confier une mission particulière à l'un de ses membres. L'existence des comités du conseil, reconnue par la

27. § 4.1, Code Afep-Medef (révisé en janvier 2020).

28. Article L. 225-35 al. 1, Code de Commerce.

29. Blackrock Investment Stewardship, « Le dialogue actionnarial en France : pour une participation des administrateurs », op. cit.

30. V. Civ. 4 juin 1946, arrêt dit « Motte », S. 1947, I, 153, note Barbry ; JCP, 1947, II, 3518, note Bastian.

loi comme recommandée par les codes de gouvernance, confirme que des membres du conseil peuvent avoir pour mission d’approfondir un certain nombre de sujets afin de faciliter et de préparer les travaux du conseil.

Dans le dialogue actionnarial, aucune décision n’est prise au nom de la société. Le dialogue consiste à entendre le point de vue des actionnaires et à faire valoir celui de l’entreprise.

En toute hypothèse, le point de vue exprimé par la société doit s’inscrire en cohérence avec la communication publique, puisqu’il doit respecter les principes d’interdiction de communication d’information privilégiée et d’égalité d’information. Il en résulte d’ailleurs que le dialogue actionnarial ne saurait, par construction, amener un administrateur qui y participerait à violer le secret des délibérations du conseil.

Les prétendus obstacles juridiques au dialogue entre actionnaires et conseil d’administration ont ainsi été largement dissipés, à la faveur d’études pragmatiques sur le sujet, et notamment du rapport de la commission dialogue administrateurs-actionnaires du Club des Juristes³¹.

Le Code Afep-Medef prévoit d’ailleurs explicitement que « les relations des actionnaires avec le conseil d’administration, notamment sur les sujets de gouvernement d’entreprise peuvent être confiées au président du conseil d’administration ou, le cas échéant, à l’administrateur référent. Celui-ci rend compte au conseil d’administration de cette mission »³².

Le dialogue entre les actionnaires et les administrateurs se concentre sur les sujets de gouvernance, qui reviennent naturellement au conseil d’administration. La loi attribue d’ailleurs au conseil d’administration (ou de surveillance) la présentation aux actionnaires d’un rapport sur le gouvernement d’entreprise³³.

(iv) Plusieurs sociétés où les fonctions de président et de directeur général sont assumées par la même personne, ont fait le choix de créer la fonction d’administrateur référent, dont l’existence est reconnue par le Code Afep-Medef³⁴. Dix-sept sociétés sur l’échantillon de quarante, retenu par l’AMF dans son dernier rapport sur le gouvernement d’entreprise, comptaient un administrateur référent³⁵.

Cette pratique est encouragée par les actionnaires³⁶ et par les agences de conseil en vote³⁷.

31. Rapport du Club des Juristes, Commission dialogue administrateurs-actionnaires, déc. 2017, sous la présidence du Professeur Bertrand Fages.

32. §4.4, Code Afep-Medef.

33. Article L.225-37 al. 6 du Code de commerce.

34. Code Afep-Medef, § 3.3.

35. AMF, « Rapport 2019 sur le gouvernement d’entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, op. cit., §1.1.2, Partie II, p. 37.

36. V. Recommandations de l’Association Française de Gestion (« AFG ») sur le gouvernement d’entreprise, janv. 2020, et son Règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat », 10 déc. 2019.

37. V. P. Durand-Barthez, « Le guide de la gouvernance des sociétés », Dalloz, 2^e ed., 2018/2019, §122.14.

Non prévues par la loi, l'existence et la mission de l'administrateur référent sont généralement prévues par le règlement intérieur du conseil. La mission porte notamment sur la prévention des conflits d'intérêts au sein du conseil, le respect des règles de gouvernement d'entreprise, ou la direction du processus d'évaluation du fonctionnement du conseil d'administration³⁸.

Il est également chargé de prendre connaissance des demandes des actionnaires en matière de gouvernance et veille à ce qu'il leur soit répondu.

S'agissant précisément du dialogue avec les actionnaires sur les sujets de gouvernance, il en est soit le responsable soit il y est associé³⁹.

La pratique de l'administrateur référent (ou du dialogue via le président en cas de présidence dissociée) suppose néanmoins, pour être productive, qu'elle soit bien organisée.

L'administrateur référent doit être indépendant – tant statutairement qu'en réalité, et notamment vis-à-vis du directeur général – afin que son intervention soit utile, et le rende capable d'être un interlocuteur utile et crédible pour les actionnaires.

En même temps, les positions de l'administrateur référent et de la direction générale doivent, dans le dialogue actionnarial, être alignées, et l'être sur les positions du conseil dans sa globalité. L'administrateur référent ne doit pas devenir un directeur général *bis* sur les sujets de gouvernance.

N'étant pas un permanent de l'entreprise, l'administrateur référent doit être formé avec soin. Il devra notamment veiller à raccrocher toutes ses positions à la communication publique de la société, afin de ne pas prendre le risque de communiquer de l'information privilégiée ou de se mettre à défaut du principe d'égalité d'information des actionnaires. Dans son interaction avec les actionnaires, il sera utile qu'il soit accompagné de l'*investor relations* ou du juriste interne en charge des sujets de gouvernance, afin de pouvoir se reposer sur leur connaissance intime de la communication de la société et du cadre juridique⁴⁰, et éviter le risque de communiquer une information qui ne serait pas issue de la communication publique de l'émetteur.

Il devra tenir la direction générale informée de ses échanges afin de ne pas offrir d'angle qui permettrait à un actionnaire de garder le sentiment de points de vue désalignés.

Il devra également rendre compte régulièrement de ses travaux au conseil.

B. Les actionnaires

La question du dialogue avec les actionnaires pose la question de la définition de la population actionnariale. Or, l'une des principales difficultés de la réflexion autour du dialogue actionnarial dans les sociétés cotées tient à la diversité des actionnaires.

38. V. par exemple §4.2, règlement intérieur de la société Pernod Ricard.

39. Règlement intérieur de la société Pernod Ricard, §4.2.6 : « Il participe, le cas échéant, aux présentations relatives à la gouvernance aux côtés du Président-Directeur Général ».

40. Et de disposer d'un témoin des échanges.

Certains actionnaires sont des actionnaires de long terme ayant choisi leur investissement avec conviction (*iii*), certains ne le sont qu'à la faveur des algorithmes ou des indices (*ii*).

Certains n'ont que quelques actions, d'autres détiennent une participation pour plusieurs milliards d'euros, voire détiennent le contrôle de la société cotée (*iv*).

Certains le sont dans la perspective du dividende, d'autres de la plus-value qu'ils espèrent d'une offre publique déjà annoncée.

Certains sont actionnaires compte tenu du profit qu'ils attendent de leur investissement, d'autres – on pense notamment aux interventions de l'État directement ou via ses différents fonds ou entités – le sont à des fins de protection stratégique, voire de communication politique qui dépassent l'entreprise (*i*).

Chacun de ces actionnaires sera dans l'attente d'une forme de dialogue différente.

(i) Le développement du rôle des actionnaires institutionnels

La directive dite *Shareholders Rights Directive 2* (« SRD 2 »)⁴¹ prévoit une obligation d'engagement plus actif des sociétés de gestion de portefeuille.

L'article L. 533-22 du Code monétaire et financier⁴², qui transpose la directive, prévoit que les sociétés de gestion de portefeuille doivent élaborer et publier une politique d'engagement actionnarial « décrivant la manière dont elles intègrent leur rôle d'actionnaire dans leur stratégie d'investissement ».

Le règlement général de l'AMF, dans son article 314-100 détaille cette obligation : « La société de gestion de portefeuille élabore un document intitulé « politique de vote », mis à jour en tant que de besoin, qui présente les conditions dans lesquelles elle entend exercer les droits de vote attachés aux titres détenus par les placements collectifs [...] dont elle assure la gestion ».

L'AMF comme les porteurs peuvent demander le détail des votes exprimés aux sociétés de gestion⁴³ : « La société de gestion de portefeuille communique à l'AMF, à la demande de celle-ci, les abstentions ou les votes exprimés sur chaque résolution ainsi que les raisons de ces votes ou abstentions.

La société de gestion de portefeuille tient à disposition de tout porteur de parts ou d'actions d'un placement collectif [...] qui en fait la demande l'information relative à l'exercice, par la société de gestion de portefeuille, des droits de vote sur chaque résolution présentée à l'assemblée générale d'un émetteur ».

Ces règles ont pour but, outre la protection des intérêts des épargnants, la diminution de l'abstention en assemblée générale.

41. Directive (UE) n° 2017/828 du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE du 11 juillet 2007 en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires.

42. Article 198, loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (« Loi Pacte »).

43. Article 314-102, règlement général de l'AMF.

(ii) Le rôle des agences de conseil en vote

Néanmoins, il est fréquent que les gestionnaires, faute d'intérêt ou de moyens, suivent les analyses des agences de conseil en vote (« *proxy advisors* »), telles ISS, Glass Lewis ou Proxinvest.

Ces analyses ont par ailleurs une influence importante sur le vote d'une grande part des actionnaires.

Les textes issus de la transposition de la directive SRD 2 ont renforcé les obligations des agences de conseil en vote.

Ces agences sont définies comme « une personne morale qui analyse, sur une base professionnelle et commerciale, les communications des entreprises et, le cas échéant, d'autres informations de sociétés cotées afin d'éclairer les décisions de vote des investisseurs en effectuant des recherches, en fournissant des conseils ou en formulant des recommandations de vote concernant l'exercice des droits de vote »⁴⁴.

Les agences de conseil en vote doivent rendre public le code de conduite auquel ils se réfèrent et rendre compte de son application. Ils doivent rendre publiques les informations relatives à leurs modalités d'analyse et de recherche. Enfin, ils doivent prévenir et gérer les conflits d'intérêts⁴⁵.

Il est parfois reproché aux agences de conseil en vote d'être des obstacles au dialogue actionnarial⁴⁶ par leur rôle d'intermédiation. Elles refuseraient d'entretenir un dialogue avec les actionnaires et se préoccuperaient principalement de remplir les cases qu'elles se sont elles-mêmes fixées (« *box ticking* »).

Il est vrai que l'intervention de ces agences a tendance à uniformiser les pratiques des émetteurs en matière de résolutions présentées à l'assemblée générale, voire de gouvernance, pour les aligner sur les politiques habituelles des *proxy advisors*. Les émetteurs peinent en effet à faire comprendre aux *proxy advisors* des logiques différentes même si elles correspondraient mieux aux particularités de l'entreprise.

Cette tendance à l'uniformisation peut s'avérer dangereuse en éloignant les règles publiées, notamment en matière de gouvernance, des convictions profondes et des besoins de l'entreprise, avec le risque que ces règles – alors perçues comme formelles – soient contournées en pratique.

À l'évidence, les émetteurs doivent résister à cette tentation du formalisme et être prêts à défendre une approche différente si elle correspond aux convictions de l'entreprise. Comme pour toute innovation, il appartiendra alors à l'entreprise de porter une attention accrue au dialogue actionnarial pour convaincre d'une approche originale.

(iii) Le rôle des activistes

Depuis un certain nombre d'années sont apparus des actionnaires qui entendent jouer un rôle actif et s'impliquer davantage dans la stratégie de l'entreprise⁴⁷.

44. Article L. 544-3 du Code monétaire et financier, reprenant la définition de la directive SRD 2.

45. Article L. 544-4, Code monétaire et financier.

46. V. Rapport du Club des Juristes, Commission dialogue administrateurs-actionnaires, déc. 2017, *op. cit.*, p. 58.

47. On parle ici des activistes dits « longs », les activistes dits « *short* » posant des sujets particuliers et différents, extérieurs à la présente réflexion.

La tentative de définition de l'actionnaire activiste peut apparaître vaine tant un actionnaire institutionnel peut considérer nécessaire, à un moment donné, de davantage faire entendre sa voix.

La définition de l'activisme dépend curieusement de celui qui cherche à le définir.

L'activiste tend à définir son rôle de manière modeste comme l'utilisation active des droits d'actionnaires, dans une sorte d'antiphrase par rapport à un actionnaire quelconque qui serait par nature passif.

La victime présumée de l'activisme le voit comme un actionnaire cherchant à déstabiliser la société à son profit. Pour reprendre l'approche de l'Afep, il aurait, « la plupart du temps, une vision court terme et des méthodes agressives, son objectif étant essentiellement de réaliser des profits aux dépens de la création de valeur sur le long terme »⁴⁸. Il serait là encore défini par antiphrase par rapport à l'investisseur « actif » qui lui serait défini comme un investisseur qui exerce ses droits mais « respectera la gouvernance établie de l'entreprise ».

Devant ces définitions subjectives, qui montrent l'impossibilité de l'exercice, on retient que le phénomène de l'activisme a mis en lumière la nécessité d'un dialogue actionnarial actif sur la gouvernance et la stratégie de l'entreprise, abordé en amont, et inscrit dans la durée pour en faire ressortir la logique.

Les différents rapports sur l'activisme⁴⁹ ont d'ailleurs pour l'essentiel abouti à des recommandations pour promouvoir un dialogue actionnarial éclairé, équilibré et serein⁵⁰.

Dans cette perspective, il paraît essentiel que les investisseurs institutionnels s'engagent avec l'émetteur dans ce dialogue direct, qui doit pouvoir aller au-delà des sujets de gouvernance pour couvrir tous les aspects de la stratégie de l'entreprise, et n'hésitent pas à faire connaître leurs critiques dans le cadre de ce dialogue.

Ils doivent privilégier cette approche directe et l'émetteur l'encourager. Il serait en effet défavorable à l'un comme à l'autre que l'investisseur sous-traite son éventuelle frustration à des fonds dits « activistes » qui poursuivent des stratégies qui leur sont propres et peuvent être très différentes de l'intérêt de l'actionnaire institutionnel et de ses éventuels mandants.

(iv) Les actionnaires significatifs ou de contrôle

La place de Paris se caractérise par le nombre de sociétés qui ont, à leur capital, des actionnaires très significatifs, voire *contrôlants*.

Ainsi, dans son récent rapport sur le dialogue actionnarial⁵¹, l'AMF a relevé que 31 sociétés sur les 40 de son échantillon ont un ou plusieurs actionnaires importants détenant plus de 10 % du capital, et parmi ces 31 sociétés 14 (soit plus d'un tiers de l'échantillon) ont un actionnaire qui détient (seul ou de concert) 30 % ou plus du capital ou des droits de vote.

48. Position « Activisme actionnarial », déc. 2019, Association française des entreprises privées.

49. On rappellera que l'activisme « *short* » est extérieur à la présente étude.

50. V. notamment dans ce sens Communication de l'AMF sur l'activisme actionnarial, avr. 2020.

51. AMF, « Rapport 2019 sur gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées », *op. cit.*, Partie 2, étude sur le dialogue actionnarial, p. 28 et s.

Certes, les sociétés dans cette situation poursuivent un dialogue actionnarial actif : « les structures de capital ne changent pas grand-chose à la nécessité du dialogue »⁵².

En revanche, la position des actionnaires significatifs est différente en matière de dialogue actionnarial dans la mesure où ces actionnaires sont généralement représentés au conseil d'administration.

Dans les sociétés contrôlées, une majorité – certes réduite – du conseil est composée d'administrateurs non-indépendants⁵³ et les actionnaires de contrôle sont toujours représentés.

Dans ce cas, par leur représentation au conseil, le ou les actionnaires significatifs participent de fait à la définition et au contrôle de la stratégie de l'entreprise.

Il n'en reste pas moins que compte tenu des règles de confidentialité des travaux du conseil d'administration – qui empêchent, ou pour le moins limitent fortement, la capacité de l'administrateur de communiquer l'information au sein de l'actionnariat auquel il est lié⁵⁴ –, l'actionnaire, qui peut également regrouper en son sein différentes sensibilités⁵⁵, souhaitera avoir un dialogue direct avec l'émetteur.

Ce dialogue devra être mené avec précaution dans la mesure où les règles d'égalité d'information et de restrictions sur la communication d'information privilégiée s'appliquent à l'actionnaire significatif, ou à l'actionnaire de contrôle, comme au dialogue avec n'importe quel actionnaire.

52. Rapport du Club des Juristes, Commission dialogue administrateurs-actionnaires, *op. cit.*, p. 47.

53. 51 % sur l'échantillon de l'AMF. On relèvera que le pourcentage minimum d'administrateurs indépendants recommandé par le Code Afep-Medef est d'au moins un tiers. On relèvera que l'échantillon de l'AMF sur-représente les grandes sociétés.

54. V. sur ce sujet A. Grumberg et F. Barrière, « Les obligations de confidentialité des administrateurs des sociétés cotées », *Décideurs juridiques*, sept. 2019 ; B. Fages, « Le devoir de discrétion de l'administrateur », *Bull. Joly S.*, avr. 2019.

55. On pense notamment aux sociétés *holdings* familiales.